

Neutre	<i>Potentiel</i>	4%
Objectif de cours		60,80 €
Cours au 06/09/2017 (c)		58,61 €
Euronext Growth		
Reuters / Bloomberg	ALHVS PA / ALHVS FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	6,2%	-1,9%	-4,7%	28,5%
Perf CAC Small	15,8%	-0,9%	-2,0%	26,7%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		82,4
Nb de titres (en millions)		1,4
Volume moyen 12 mois (titres)		424
Extrêmes 12 mois	45,80 €	63,70 €

Actionnariat

Flottant	34%
Dirigeants & Fondateurs	57%
Salariés	8%
Autocontrôle	1%

Données financières (en M €)

au 31/12	2016	2017e	2018e	2019e
CA	24,5	26,2	28,5	30,7
var %	5,5%	6,8%	9,0%	7,7%
EBE	4,8	4,6	5,7	7,1
%CA	19,5%	17,5%	20,0%	23,0%
ROC	4,4	4,3	5,4	6,8
%CA	17,9%	16,3%	19,0%	22,0%
RN	3,5	2,8	3,5	4,5
%CA	14,1%	10,7%	12,4%	14,5%
Bnpa (€)	2,5	2,0	2,5	3,2
ROCE (%)	33%	26%	33%	43%
ROE (%)	24%	18%	21%	23%
Dette nette	-5,8	-4,2	-6,0	-8,6
Gearing (%)	-40%	-28%	-36%	-45%
Dividende n (€)	1,55			
Yield (%)	2,6%			

Ratios

	2016	2017e	2018e	2019e
VE/CA (x)	2,4	2,8	2,5	2,3
VE/EBE (x)	12,2	16,1	12,6	9,8
VE/ROC (x)	13,3	17,2	13,3	10,3
PE (x)	23,8	29,3	23,3	18,5

Analyste :

Eric Secler
01 44 70 20 78
esecler@elcorp.com

Harvest

Edition de logiciels

Baisse de la rentabilité au S1 / Confiance pour le S2 et au-delà avec la commercialisation prochaine de MoneyPitch**Publication des résultats S1 2017**

Pour un CA S1 déjà publié de 12,4 M€ (+1,3%), Harvest délivre des résultats en forte baisse, toujours pénalisés par les investissements sur MoneyPitch. Le ROC ressort en dessous de nos attentes à 0,9 M€ (-41,2%), représentant une MOC de 7,5% (-5,5 pts), et le RN à 0,8 M€ (-40,1%). Toutefois, le rebond attendu sur les offres historiques du Groupe au S2 et la commercialisation de MoneyPitch à compter du T4 laissent entrevoir une seconde partie d'exercice plus porteuse. La société versera, comme l'an passé, un acompte sur dividende de 0,40 € par action le 17/10/2017.

Commentaires

La croissance molle du S1 (+1,3% à 12,4 M€) couplée à la poursuite des investissements en vue du lancement de MoneyPitch ont fortement pesé sur les résultats. Ce nouveau recul de la marge traduit d'une part, la hausse des charges de personnel sur la période (+5,0% à 8,6 M€) mais surtout, l'augmentation (+16,2% à 2,8 M€) des autres charges (hébergement, frais juridiques, CRM, etc...) liées au déploiement futur de MoneyPitch. Après un an et demi de lourds investissements pour structurer le Groupe, nous comprenons que la marge a touché un point bas et attendons un redressement notable dès le S2.

La trésorerie nette, qui reste confortable, affiche une baisse pour s'établir à 6,4 M€ au 30/06/2017 (vs 10,6 M€ au S1 2016) et tient compte : 1/ du recul des marges sur la période, 2/ de la politique active de rachat d'actions (5,11% du capital représentant 3,8 M€ à un prix moyen de 54,01 €) et 3/ du versement des dividendes 2016. Les fonds propres s'élèvent à 14,0 M€ (vs 13,1 M€ au 30/06/2016).

L'optimisme affiché par le management nous rend confiants dans le redressement de l'activité au S2. Actuellement en phase de test auprès de 12 cabinets en gestion de patrimoine, MoneyPitch sera officiellement commercialisé lors du salon Patrimonia (28/29 septembre 2017) et devrait contribuer positivement au CA sur le T4 avec une montée en puissance en 2018. Par ailleurs, le pipe commercial sur l'offre historique O2S semble prometteur, d'autant plus que la complémentarité avec MoneyPitch va naturellement accroître les opportunités commerciales pour O2S à l'avenir.

La publication nous incite toutefois à revoir notre estimation de ROC à la baisse afin de prendre en compte un niveau d'investissement plus fort qu'attendu initialement. Nous attendons désormais un ROC à 4,2 M€ (vs 4,6 M€).

Recommandation

Suite à cette publication et à l'ajustement de notre modèle, notre objectif de cours est maintenu à 60,80 €. Notre recommandation reste à Neutre.

Prochain évènement : CA T3 2017 le 12 octobre 2017

Compte de résultat (M€)	2016	2017e	2018e	2019e
Chiffre d'affaires	24,5	26,2	28,5	30,7
Excédent brut d'exploitation	4,8	4,6	5,7	7,1
Résultat opérationnel courant	4,4	4,3	5,4	6,8
Résultat opérationnel	4,4	4,3	5,4	6,8
Résultat financier	0,1	0,1	0,1	0,1
Impôts	0,5	1,0	1,4	1,8
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	3,5	2,8	3,5	4,5
Bilan (M€)	2016	2017e	2018e	2019e
Actifs non courants	9,5	13,1	12,9	12,7
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	-0,6	-2,0	-2,1	-2,3
Disponibilités + VMP	8,1	6,3	7,7	9,9
Capitaux propres	14,7	15,3	16,7	19,0
Emprunts et dettes financières	2,2	2,1	1,7	1,4
Total Bilan	23,6	24,7	26,4	28,9
Tableau de flux (M€)	2016	2017e	2018e	2019e
Marge Brute d'autofinancement	4,0	3,3	4,0	5,0
Variation de BFR	1,4	-1,4	-0,1	-0,1
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	2,5	4,7	4,2	5,1
Investissements opérationnels nets	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	-0,2	-0,3	-0,3
Dividendes versés	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Flux nets de trésorerie liés au financement	-2,2	-6,1	-2,5	-2,5
Variation de l'endettement financier net	0,1	-1,8	1,4	2,3
Ratios (%)	2016	2017e	2018e	2019e
Variation chiffre d'affaires	5,5%	6,8%	9,0%	7,7%
Marge EBE	19,5%	17,5%	20,0%	23,0%
Marge opérationnelle courante	17,9%	16,3%	19,0%	22,0%
Marge opérationnelle	17,9%	16,3%	19,0%	22,0%
Marge nette	14,1%	10,7%	12,4%	14,5%
Investissements opérationnels nets/CA	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,0%
BFR/CA	-2,6%	-7,6%	-7,5%	-7,4%
ROCE	33,0%	25,7%	33,5%	43,2%
ROCE hors GW	33,0%	25,7%	33,5%	43,2%
ROE	23,5%	18,3%	21,2%	23,5%
Payout	60,2%	62,9%	77,6%	61,6%
Dividend yield	3,4%	2,6%	2,6%	2,6%
Ratios d'endettement	2016	2017e	2018e	2019e
Gearing (%)	-40%	-28%	-36%	-45%
Dettes nette/EBE	-1,2	-0,9	-1,0	-1,2
EBE/charges financières	-53,1	-42,5	-54,4	-53,5
Valorisation	2016	2017e	2018e	2019e
Nombre d'actions (en millions)	1,4	1,4	1,4	1,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	1,4	1,4	1,4	1,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	46,0	58,6	58,6	58,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	64,6	82,4	82,4	82,4
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-5,8	-4,2	-6,0	-8,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,7	4,5	4,5	4,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	58,1	73,7	72,0	69,4
PER	18,7	29,3	23,3	18,5
VE / EBE	12,2	16,1	12,6	9,8
VE / ROC	13,3	17,2	13,3	10,3
VE / CA	2,4	2,8	2,5	2,3
P/B	4,4	5,4	4,9	4,3
Données par action (€)	2016	2017e	2018e	2019e
Bnpa	2,46	2,00	2,52	3,17
Book value/action	10,5	10,9	11,9	13,5
Dividende /action	1,55	1,55	1,55	1,55

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat :

Accumuler du 06/09/2016 au 08/09/2016

Neutre : et depuis le 09/09/2016

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80